

医药行业研究组

分析师：吴春红

执业证书编号：S1410524050001

投资评级： 增持（首次）

当前价格： 21.1元

市场数据

总股本(百万股)	77.27
A 股股本(百万股)	77.27
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	46.50
12 个月最高/最低(元)	29.96/8.52
第一大股东	赵卓君
第一大股东持股比例(%)	40.50
上证综指/沪深 300	3316.11/3808.54

数据来源：聚源注：2025 年 5 月 6 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-32.62	11.75	-1.55
绝对收益	-24.64	40.11	67.18

数据来源：聚源注：相对收益与北证 50 相比

相关研究报告

欧康医药 833230.BJ

医药生物行业

“槐米+枳实”双主线产品生态，国内纯植物提取原料药上市公司

投资要点：

- ◆公司是国内专注于天然维生素 P 类植物提取的高新技术企业。公司以“槐米+枳实”双主线产品生态为核心，从种植到提取、纯化、合成为一体，致力于为全球客户提供优质的天然维生素 P 类产品及解决方案。公司成立于 2010 年，2015 年在新三板挂牌，2022 年成功登陆北交所。作为国内纯植物提取原料药上市公司之一，在行业内具有较高的知名度和影响力，其产品广泛应用于保健品、食品添加剂、药品及化妆品等领域，远销北美、欧洲、日本等地区。
- ◆公司重视研发创新，采取自主研发为主、产学研用与合作研发为辅的模式，与多所高校及科研机构建立了合作关系，建有完善的研发体系。截至 2024 年年度报告公告日，公司累计获授权专利 28 项，其中发明专利 7 项，实用新型专利 21 项，主导编制了芦丁、槲皮素等 6 项国际商务标准。公司主要产品包括槐米类、枳实类、综合类植物提取物，如槲皮素、芦丁、地奥司明、橙皮苷等，其中枳实系列产品新甲基橙皮苷二氢查尔酮(NHDC)已成为公司新的业绩增长点。
- ◆公司近年营收和净利润波动较大。2024 年营收 3.10 亿元，同比+27.78%，归母净利润 2244.23 万元，同比+34.62%；2025Q1 营收和净利下降，主要受国际贸易环境、新产线调试等因素影响。随着产能释放和工艺优化有望带动业绩增长。
- ◆植物提取行业作为全球医药行业的重要组成部分，市场规模持续增长。全球医药市场预计到 2027 年将达到约 1.9 万亿美元，年复合增长率为 3%-6%。植物提取物行业在保健品、食品添加剂等领域的应用前景广阔，全球植物提取行业 2022-2027 年复合年均增长率预计为 12.3%，2027 年市场规模将达 615 亿美元。
- ◆估值和投资建议：我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 345.42/402.14/451.32 百万元，同比增长 11.33%/16.42%/12.23%；2025-2027 年公司归母净利润分别为 22.84/34.01/46.08 百万元，同比增长 1.76%/48.91%/35.52%。当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 71.39/47.94/35.38 倍。公司通过“技术升级+市场扩容”双轮驱动，公司力争在复杂环境中实现境内外业务量价齐升，推动营收与利润双增，巩固细分领域龙头地位。首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆风险提示：公司产品资质认证续期风险，国际贸易环境风险，原材料供应及价格波动风险，公司主要产品生产工艺替代风险。

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	242.81	310.27	345.42	402.14	451.32
增长率（%）	-9.88%	27.78%	11.33%	16.42%	12.23%
归母净利润（百万元）	16.67	22.44	22.84	34.01	46.08
增长率（%）	-50.48%	34.62%	1.76%	48.91%	35.52%
ROE（%）	4.19%	5.46%	5.30%	7.43%	9.31%
EPS 最新摊薄（元/股）	0.22	0.29	0.30	0.44	0.60
P/E（倍）	97.80	72.65	71.39	47.94	35.38
P/B（倍）	4.15	4.03	3.81	3.59	3.32

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

正文目录

1 公司概况：致力于枳实、槐米类天然维生素 P 产品的专业研究和生产	1
1.1 发展历程：全球化发展，专注天然维生素 P 类植物	1
1.2 公司资质荣誉：认证齐全，国家高新技术企业	2
1.3 公司研发：创新驱动+技术筑基	3
1.4 公司股权结构稳定，控制权相对集中	5
1.5 公司管理团队行业经验丰富	6
2 公司产品及业务布局：“槐米+枳实”双轮驱动，多元布局拓展全球市场	7
2.1 公司产品以“槐米+枳实”双主线产品生态为核心	7
2.2 公司建立了“三步两横一纵”的发展规划	10
3 公司财务波动中谋变，困境中寻机	12
3.1 近年营收和净利润波动较大，静待产能爬坡	12
3.2 公司近年毛利率和净利率承压，亟待收入提升和费用优化	14
4 行业分析	17
4.1 全球医药行业市场规模持续增长	17
4.2 全球人口增长与老龄化趋势凸显	18
4.3 植物提取行业发展空间较大	19
5 盈利预测及估值	21
5.1 盈利预测	21
5.2 估值及建议	23
6 风险提示	24

图表目录

图 1、公司研发过程	5
图 2、公司股权结构图	6
图 3、公司枳实系列产品	9
图 4、公司槐米系列产品	9
图 5、公司综合系列产品	10
图 6、2024 年国内外收入占比（万元，%）	10
图 7、公司近三年外销收入占比逐年提升（万元，%）	10
图 8、公司成立以来产品及技术的演变情况	11
图 9、公司“三步两横一纵”的发展规划	12
图 10、公司营业收入及增长情况（万元，%）	13
图 11、公司归母净利润及增长情况（万元，%）	13
图 12、杜邦分析（公司 2025 年一季报同比分析）	14
图 13、公司销售净利率和毛利率变化情况（%）	15
图 14、近五年销售费用以及变化（万元，%）	15
图 15、近五年管理费用以及变化（万元，%）	16
图 16、近五年研发费用以及变化（万元，%）	16
图 17、公司费用率变化情况（%）	16
图 18、全球医药市场趋势预测	17
图 19、全球各地区医药市场的支出与销量增长呈现出不同的趋势	18

图 20、全球人口增长情况	18
图 21、中国老龄化问题凸显（万人，%）	19
图 22、植物提取产业链	19
图 23、全球植物提取物行业的发展趋势	20
表 1、公司发展历程	1
表 2、公司专利情况	3
表 3、公司主要药（产）品核心技术情况	3
表 4、公司研发投入前五名的研发项目（截止 2024 年，元）	5
表 5、公司管理团队	6
表 6、国际上比较畅销的功能性植物提取物类别及其主要功效	7
表 7、销售收入结构预测	22
表 8、可比公司估值	23

1 公司概况：致力于枳实、槐米类天然维生素 P 产品的专业研究和生产

1.1 发展历程：全球化发展，专注天然维生素 P 类植物

公司成立于 2010 年 1 月 22 日，并于 2015 年 8 月 18 日起在全国股转系统挂牌公开转让，证券代码为：833230，证券简称为：“欧康医药”。2020 年 7 月 31 日进入创新层。2022 年 12 月 9 日成功登陆北交所。

公司是在成都欧康植化科技有限公司基础上升级建成，致力于枳实、槐米类天然维生素 P 产品的专业研究和生产已有 20 余年。公司是专注于天然维生素 P 类植物，从规模化专业种植到提取、纯化、合成及运用的高新技术企业，致力于欧、美、日市场天然维生素 P 类原料药、保健品、功能食品、化妆品原料的生产供应，为国内外客户天然维生素 P 类产品及技术运用服务的系统方案商。目前公司有三家子公司分别是成都美迪萃生物科技有限责任公司（销售植物提取物；商务咨询；货物技术进出口），成都欧康名品生物技术有限公司（生物技术推广），美国加利福尼亚州洛杉矶市的 OKAYPHARMUSAINC.（食品、饮料、有机产品及保健品原料的进出口）。公司计划打造出最具深度的天然维生素 P 产品，并建立起全球最专业的天然维生素 P 运用中心。

表 1、公司发展历程

时间	事件	发展见证
2010 年	公司成立	成都欧康医药有限公司于 2010 年 1 月 22 日在成都市邛崃工商行政管理局依法登记成立，注册资本为 500 万元，成立时实收资本 500 万元，由赵卓君、伍丽 2 名自然人股东共同出资设立而成。
2015 年	全国股转系统挂牌	2015 年 7 月 27 日，公司被认定为成都市企业技术中心。2015 年 8 月 18 日在全国股转系统挂牌。
2016 年	通过欧盟 GMP 认证	2016 年 10 月通过了欧盟 GMP 认证，并于 2017 年 1 月获得 EUGMP 证书。标志着公司主打产品取得进入国际市场的“通行证”，跻身国际领先制药厂的行列。
2017 年	成为天然维生素 P 类槲皮素《国际商务标准》的制定者	公司于 2017 年 1 月拿到欧盟的 EUGMP 证书；公司于 2017 年 4 月恢复 CEP 证书；公司于 2017 年 6 月成为天然维生素 P 类槲皮素《国际商务标准》的制定者。
2018 年	取得 FAM 证书	1、公司于 2018 年 7 月完成芦丁、槲皮素国际商务标准的制定并发行；2、2018 年 2 月开始扩建鼠李糖生产线，2018 年 4 月正式投入生产；3、新建了新橙皮甙二氢查尔酮生产线，在 2018 年 6 月投入试生产。4、2018 年 10 月投入 300 万元对污水处理系统进行改造升级。5、2018 年 9 月取得食品添加剂生产许可证；6、2018 年 10

时间	事件	发展见证
		月取得饲料添加剂生产许可证，并取得FAM证书。
2019年	四川省企业技术中心	1、公司于2019年11月被认定为“四川省企业技术中心”，为公司建立天然维生素P国家技术中心奠基。2、完成了持续近十年的高纯度槲皮素和异槲皮素的研究，进行了大生产验证，进一步丰富了公司天然维生素P族成员。3、完成了以鼠李糖为原料的去痘成品的开发，生产和上市布局工作，此产品将于2020年在国内正式上市，也标志着公司正式迈入了发展规划的第二步。
2020年	成功调入新三板创新层	公司于2020年7月31日成功调入新三板创新层。公司起草的鼠李糖商务标准，已经通过中国医保协会初审。公司原料药地奥司明已获得国家药品审评中心登记受理。
2021年	省级专精特新中小企业	2021年认定为省级专精特新中小企业；公司起草的鼠李糖商务标准，已经通过中国医保协会审核。与中科院成都生物研究所建立联合实验室。
2022年	北京证券交易所成功上市	2022年7月，荣获工信部专精特新“小巨人”企业称号。2022年12月9日，公司在北京证券交易所成功上市。公司于2022年10月27日获得了国家药品监督管理局颁发的化学原料药（地奥司明）上市申请批准通知书。
2023年	布局合成生物领域	2023年6月，公司与江苏海飞生物科技有限公司签署了关于合成生物项目的《战略框架协议》，进一步布局合成生物领域。
2024年	通过美国FDA现场检查	2024年6月，公司收到美国食品药品监督管理局（简称“FDA”）出具的现场核查报告，公司通过了美国FDA现场检查。这标志着公司在食品原料质量管理体系和生产环境设施等方面符合美国FDA要求，为公司持续拓展美国市场提供了有力的质量体系保障，可提高公司国际市场竞争力，对公司经营业绩具有积极影响。
2025年	公司获得出口欧盟原料药证明文件	《出口欧盟原料药证明文件》（WC证书）的具体情况：1、证明文件编号：SC250008。2、工厂名称：成都欧康医药股份有限公司。3、出口欧盟的原料药：芦丁。4、该企业所实施的GMP符合中国药品GMP要求，等同于欧盟、世界卫生组织以及ICHQ7药品GMP要求；该生产工厂接受定期、严格和透明的监管以及有效地执行药品GMP监管措施，包括反复的飞行检查，确保保护公众健康，其水平与欧盟相当。

资料来源：公司官网，公司招股说明书，江海证券研究发展部

1.2 公司资质荣誉：认证齐全，国家高新技术企业

公司资质体系覆盖研发、生产、质量全链条，国际认证齐全，尤其在植物提取领域具备技术壁垒和标准话语权。公司早期以全球化布局为核心战略，产品深度覆盖欧美等国际市场，核心产品线已通过欧洲、美洲、东南亚等国家和地区进行了CEP、DMF等注册，并构建了涵盖FSSC22000食品安全体系、HACCP危害分析和关键控制点、ISO9001质量标准、HALAL清真认证、

KOSHER 犹太洁食认证及国内 SC 食品生产许可的多维认证矩阵，为国际市场准入筑牢合规壁垒。凭借持续的技术创新投入，公司先后荣获国家高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业、四川省企业技术中心及创新型培育企业等资质认定，技术实力获权威认可。2023 年，公司启动“双循环”战略转型，以枳实系列提取物为突破口，成功将天然食品添加剂产品线导入国内市场，实现出口转内销的里程碑式跨越。同年，公司核心原料药地奥司明顺利通过国家药品监督管理局 GMP 符合性检查，依据《中华人民共和国药品管理法》完成原料药审批全流程，并于 2024 年初取得国内药品供应商备案资质。我们认为此举标志着公司从“单一国际供应商”向“全球医药健康产业链参与者”的战略升级，预计 2025 年将实现地奥司明原料药在国内制剂市场的规模化供应，形成国际国内双轮驱动的增长格局。

1.3 公司研发：创新驱动+技术筑基

公司以“技术驱动创新”为核心战略，构建“工艺迭代+产品创新”双引擎模式，持续强化技术壁垒。一方面，通过系统性工艺优化机制提升现有产品竞争力，在安全、环保、质量及成本等维度保持行业领先；另一方面，依托“研发立项-小试验证-中试放大-试生产-商业化”全流程管控体系，加速新产品开发，形成“成熟产品升级+新兴领域突破”的梯度布局。公司以自主研发中心为支撑，联合高校及科研机构推进关键技术攻关，截至 2024 年年度报告公告日，累计获授权专利 28 项（其中发明专利 7 项，实用新型专利 21 项，2025 年新获得“一种酶解槐米制备异槲皮素的方法”发明专利技术，属于合成生物领域）。公司积极布局合成生物领域，为产品竞争力提供技术护城河。

表 2、公司专利情况

项目	2024 年年度报告公告日	2023 年末数量
公司拥有的专利数量	28	37
公司拥有的发明专利数量	7	6

资料来源：公司 2024 年报，江海证券研究发展部

表 3、公司主要药（产）品核心技术情况

序号	知识产权名称	种类	取得方式	对应的药（产）品品名	专利号
1	一种地奥司明的制备方法	发明专利	自主研发	地奥司明	ZL201610770990.6
2	一种中药生产用灭菌装置	实用新型	自主研发	枳实黄酮	ZL201822174003.3
3	一种芦丁的制备工艺	发明专利	自主研发	芦丁	ZL201310486906.4
4	鼠李糖的生产工艺	发明专利	自主研发	鼠李糖	ZL201010247300.1
5	一种生产枳实黄酮用枳实药材烘干装置	实用新型	自主研发	枳实黄酮	ZL201822173972.7

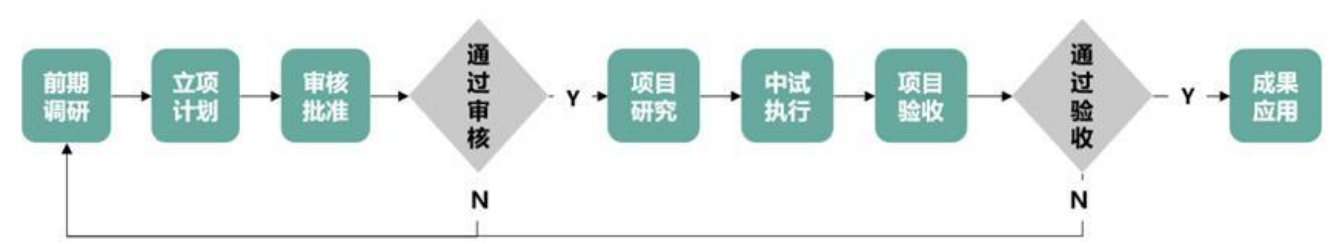
序号	知识产权名称	种类	取得方式	对应的药（产）品品名	专利号
6	一种生产槲皮素用槐米粉碎装置	实用新型	自主研发	槲皮素	ZL201822173964.2
7	一种中药生产用干燥装置	实用新型	自主研发	槲皮素	ZL201822175511.3
8	一种生产槲皮素用反应釜	实用新型	自主研发	槲皮素	ZL201822175499.6
9	一种生产橙皮苷用反应装置	实用新型	自主研发	橙皮苷	ZL201822175455.3
10	一种生产橙皮苷用过滤装置	实用新型	自主研发	橙皮苷	ZL201822173951.5
11	一种中药生产用粉碎装置	实用新型	自主研发	NHDC	ZL201822173948.3
12	一种方便清理残渣的植物提取液加工用液体过滤装置	实用新型	转让	NHDC	ZL202021944982.7
13	一种新型中药切片机	实用新型	转让	NHDC	ZL202021654065.5
14	一种便于提取植物基因工程液体样本的提取装置	实用新型	转让	酶处理异槲皮苷	ZL202022784055.X
15	一种中药预处理设备的除尘装置	实用新型	转让	NHDC	ZL202022784600.5
16	一种中药加工用移动式电热烘干箱	实用新型	转让	香叶木素	ZL202023182633.9
17	一种地奥司明的制备方法	发明专利	自主研发	地奥司明	EP3321273
18	一种浓缩液罐装装置	实用新型	自主研发	柚皮苷	ZL202222889362.3
19	一种药用溶剂回收装置	实用新型	自主研发	地奥司明	ZL202222810907.7
20	一种杂质分离装置	实用新型	自主研发	芦丁	ZL202222810777.7
21	一种纯化装置	实用新型	自主研发	柚皮苷	ZL202222810810.6
22	一种震荡提取装置	实用新型	自主研发	芦丁	ZL202222889249.5
23	一种植物滤渣烘干装置	实用新型	自主研发	地奥司明	ZL202222889352.X
24	一种滤渣装置	实用新型	自主研发	柚皮苷	ZL202222810800.2
25	一种汁液浓缩装置	实用新型	自主研发	芦丁	ZL202320089566.0
26	一种 4-甲氧基-3,5,7-三羟基黄酮的制备方法	发明专利	自主研发	橙皮素	ZL202310025204.X
27	一种 4,5,7-三羟基二氢黄酮的制备工艺	发明专利	自主研发	柚皮素	ZL202310024576.0
28	一种酶解槐米制备异槲皮素的方法	发明专利	自主研发	槲皮素	ZL202210333044.0

资料来源：公司 2024 年报，江海证券研究发展部

公司采取自主研发为主、产学研用与合作研发为辅的研发模式，建立了产品研发与技术创新相结合的企业技术创新体系。公司与中国科学院成都生物研究所成立了产学研联合实验室，与天津大学、成都医路康医学技术服务

有限公司等单位开展了合作研发。研发中心根据市场需求总结分析行业的发展方向，探索行业内的先进技术，关注行业发展动态，跟踪客户需求，开展市场调研，并以此为导向进行新技术的研发，不断提升公司的核心竞争力和技术水平。2024 年公司持续进行槐米系列和枳实系列新项目、新产品的纵深研发。同时，优化了研发流程，提高了研发创新能力。公司持续强化和提升现有产品的技术优势，保持产品的核心竞争力。同时，对产品应用领域进行延伸研发，通过对现有核心技术的改良和优化，实现了多项技术突破，为公司开拓新市场、新领域奠定了坚实基础。此外，公司完成了新产品的研、产、销，推进合成生物产品的持续研发。在天然维生素 P 类产品运用方面，成功拓展了药品、食品添加剂等应用领域。公司 SC 证相关产品的研发和市场拓展工作顺利推进。公司在植物提取领域具备深厚的技术积累，公司研发投入前五名的研发项目累计投入 11,186,877.48 元。

图 1、公司研发过程



资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

表 4、公司研发投入前五名的研发项目（截止 2024 年，元）

序号	研发项目	本期研发投入金额	累计研发投入金额	研发（注册）所处阶段
1	NHDC 新工艺研究	4,045,635.00	4,509,774.83	已结题
2	地奥司明新工艺研究	1,469,789.82	4,037,374.93	已结题
3	芦丁衍生物新食品原料研究	914,634.37	1,218,681.81	已结题
4	高纯度芦丁工艺研究	741,144.39	741,144.39	中试阶段
5	芦丁衍生物食品添加剂制备工艺研究	679,901.52	679,901.52	研究阶段
合计	-	7,851,105.10	11,186,877.48	-

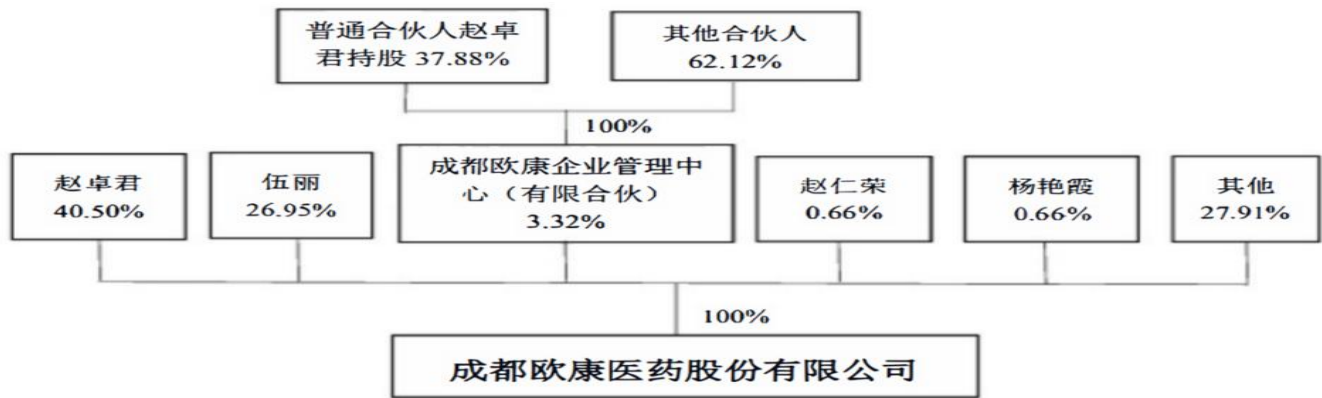
资料来源：公司 2024 年报，江海证券研究发展部

1.4 公司股权结构稳定，控制权相对集中

截至 2025 年一季度末，公司控股股东、实际控制人为赵卓君，赵卓君是

成都欧康企业管理中心（有限合伙）的执行事务合伙人。赵卓君合计持有公司 41.76% 的股份。公司股权结构稳定，公司的控制权相对集中，主要股东的持股比例较高，有助于公司战略的稳定实施，决策效率高。

图 2、公司股权结构图



资料来源：公司 2025 年一季度，江海证券研究发展部

1.5 公司管理团队行业经验丰富

公司坚持“人才驱动”的经营理念，持续引进高素质的管理人才和高水平的技术人才，不断优化员工结构，逐步提升人均效能，搭建良好的人才梯队，致力于打造业内一流的经营管理团队。公司的核心管理团队由经验丰富的行业人士和资深技术专家组成，具备多元化的行业背景。

表 5、公司管理团队

姓名	职务	学历	出生年份	个人简历
赵卓君	董事长,董事, 总经理	大专	1973	1995 年 7 月至 1999 年 8 月, 担任成都华福宁制药厂进出口部经理; 1999 年 9 月至 2003 年 12 月, 担任成都超人植化开发有限公司销售经理; 2004 年 1 月至 2004 年 2 月待业; 2004 年 3 月至 2009 年 12 月, 担任成都欧康植化科技有限公司副总经理; 2010 年 1 月至 2015 年 2 月担任欧康有限执行董事、总经理; 2015 年 3 月至今, 担任欧康医药董事长、总经理; 2019 年 3 月至今, 先后担任欧康名品执行董事及经理; 2019 年 7 月至今, 担任欧康企管执行事务合伙人; 2021 年 12 月至今, 担任成都美迪萃执行董事。
伍丽	副总经理, 董事	本科	1976	1997 年 8 月至 2003 年 12 月, 先后担任成都超人植化开发有限公司办公室主任、销售业务员; 2004 年 1 月至 2004 年 3 月, 待业; 2004 年 4 月至 2010 年 10 月, 担任成都欧康植化科技有限公司市场部经理; 2010 年 1 月至 2015 年 2 月, 先后担任欧康有限监事、销售经理; 2015 年 3 月至今, 先后担任成都欧康医药股份有限公司销售经理、董事、副总经理; 2019 年 1 月至今, 先后担任成都美迪萃监事和经理。
曹永强	财务总监, 董事会秘书	硕士	1969	1990 年 8 月至 1999 年 10 月, 担任河南安阳彩色显像管玻壳有限公司会计; 1999 年 10 月至 2008 年 10 月, 担任河南安彩集团成都电子玻璃有限公司（现成都工投电子新材料有限公司）财务负责人、总经理; 2009 年 1 月至 2014 年 3 月, 担任上海众合创业投资管理有限公司（现众合创业投资管理有限公司）财务总监; 2014 年 3 月至 2015 年 12 月, 担任四川九寨白河旅游开发有限公司总经理; 2015 年 12 月至 2016 年 12 月, 担任四川小叶实业有限公司财务总监; 2017 年 1 月至 2019 年 12 月, 担任中核三鑫建设工

姓名	职务	学历	出生年份	个人简历
				程有限公司财务总监；2019年1月至2021年5月，担任四川三源房地产开发有限公司总经理；2021年6月至2022年5月，担任乐山协鑫新能源科技有限公司融资总监；2022年5月至2024年12月担任四川祥弘富源建设工程有限公司副总经理。
胥兴军	独立董事， 审计委员会 主任委员,审 计委员会委 员	硕士	1972	1994年7月至2000年12月，历任西南科技大学教研室主任、教师；2000年12月至今，历任西南科技大学教师、经济管理学院会计系主任；2016年9月至2021年8月，任绵阳市涪城区第六届人民代表大会常务委员会委员；2019年12月至今，任四川龙华光电薄膜股份有限公司独立董事；2021年9月至今，任绵阳市涪城区第七届人民代表大会常务委员会委员；2022年1月至今，担任成都欧康医药股份有限公司独立董事。
赵宇霆	独立董事， 审计委员会 委员	博士	1972	1994年8月至1997年6月，担任四川轻化工大学教师；2000年10月至今，先后担任西南财经大学法学院讲师、副教授、硕士生导师；2024年3月至今，担任成都市仲裁委员会仲裁员。赵宇霆先生专著《无形财产权理论研究》于2011年法律出版社出版，国际标准书号 ISBN：9787511822529。
张霜	独立董事， 审计委员会 委员	博士	1966	1985年7月至2000年10月，任四川西南科技大学助理工程师；2000年11月至今，历任西南科技大学经济管理学院副教授、教授、MBA教育中心执行主任；2022年1月至今，担任成都欧康医药股份有限公司独立董事。

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

2 公司产品及业务布局：“槐米+枳实”双轮驱动，多元布局拓展全球市场

2.1 公司产品以“槐米+枳实”双主线产品生态为核心

公司自成立以来一直专注于槲皮素、芦丁、地奥司明、橙皮苷等天然维生素 P 类化合物的提纯、合成、纵深开发及运用。植物提取物通常可分为糖苷、类黄酮、类固醇、生物碱、单宁、挥发油和酚类等；按照用途，植物提取物又可分为功能性植物提取物、色素、甜味剂、植物精油、油脂与蛋白等。其中，功能性植物提取物因具备各类药理作用，常作为药品、保健品的主要原料。公司主要产品类别为槐米类、枳实类、综合类植物提取物，具体产品包括槲皮素、酶处理异槲皮苷、芦丁、EP 芦丁、鼠李糖、地奥司明、新甲基橙皮苷二氢查耳酮、柑橘黄酮、橙皮苷、黄连素等。

表 6、国际上比较畅销的功能性植物提取物类别及其主要功效

序号	植物提取物	主要功效
1	枳实、绿茶、苹果、苦瓜多肽、葫芦巴和罗望子果等	降血糖、防治糖尿病、减肥
2	槐米、紫杉醇、绿茶等	天然抗癌、抗氧化
3	红景天、银杏、人参、积雪草、灵芝、香菇等	健脑、益智、防治老年痴呆症
4	甘草、大蒜、黄芪、大豆提取物	增强人体免疫系统

资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

公司枳实系列。枳实，中药名，为芸香科植物酸橙及其栽培变种甜橙的干燥幼果，主产于四川、江西、福建、江苏等地。近年来，随着心血管疾病、糖尿病等病症的患病率不断上升、消费者健康意识的增长，以及膳食补充剂等应用领域随着居民健身习惯的推广而不断拓宽，枳实类植物提取物市场空间增幅较快。根据 FIORMAREKETS 的相关数据，全球枳实类生物黄酮市场预计将从 2020 年的 187.45 亿元增长到 2028 年的 360.23 亿元，复合增长率为 8.51%。公司的枳实提取物深加工产品系列包括地奥司明、橙皮苷、枳实黄酮等。

地奥司明能降低血管脆性及异常的通透性，增强静脉张力并提高血管的稳定性，亦可用于防治高血压及动脉硬化的辅助治疗，作为原料药主要功效为治疗静脉功能不全及痔疮等症状。公司产品若作为原料药出口欧盟，需满足两大核心条件：一是通过欧洲药典适应性认证（CEP），证明符合药典标准；二是通过药品监管部门现场检查，取得《出口欧盟原料药证明文件》（WC 证书）。目前，公司地奥司明与芦丁原料药已成功通过 CEP 认证，且地奥司明已顺利获得 WC 证书，为欧盟市场准入奠定坚实基础。

新甲基橙皮苷二氢查耳酮（NHDC）是公司枳实系列重点产品，兼具香料、增味、苦味抑制、甜味强化及功能添加等多重特性，在食品、医药、饲料等领域应用前景广阔。目前，该产品已获我国、美国、欧盟等多国认证为食品或饲料添加剂，安全性获法规保障。其甜度达蔗糖的 1500 至 1800 倍，极佳苦味屏蔽效果搭配极低热能值（因糖苷基人体内水解且几乎不代谢）、高稳定性、无毒及快速代谢特性，使其成为适用酸性/碱性环境的优质低能甜味剂。此外，NHDC 还具备抗氧化、降胆固醇、降血糖等健康功效。2024 年，NHDC 将成为公司核心增长引擎，境内食品添加剂市场占有率稳步提升至主营收入 27% 以上。公司同步深化境外市场布局，并加速开拓境内药品原料、食品添加剂及化妆品原料市场。

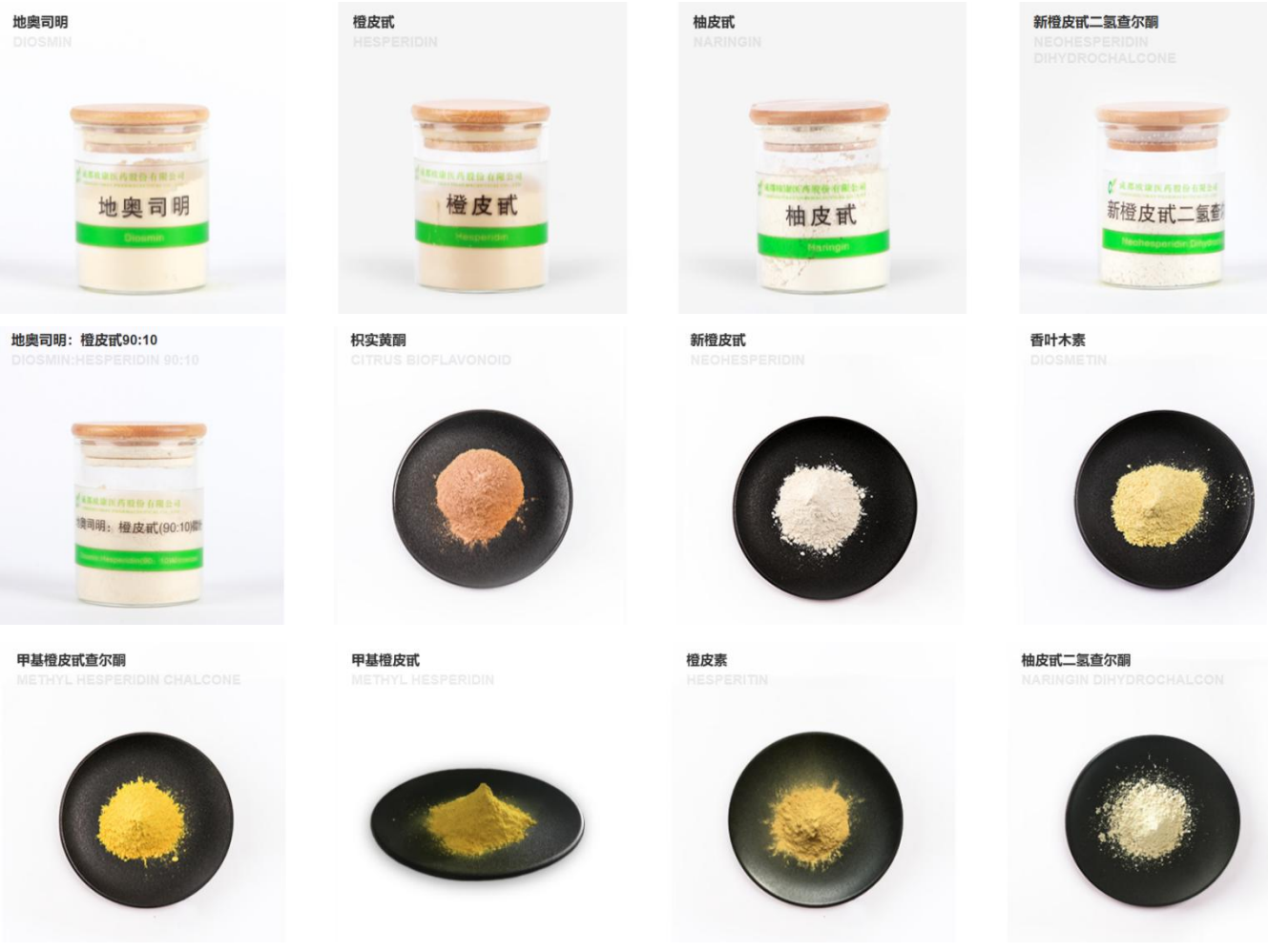
公司槐米系列。槐米广义是为豆科植物槐的干燥花蕾及花，中国各地均产，以黄土高原和华北平原为多。夏季花未开放时采收其花蕾，称为“槐米”；花开放时采收，称为“槐花”。公司的槐米提取物深加工产品系列包括槲皮素、鼠李糖、芦丁等。

槲皮素具有抗氧化、抗癌、抗炎症、降低血压、增强毛细血管抵抗力、减少毛细血管脆性、降血脂、增加冠脉血流量等作用；公司生产包括二水槲皮素、无水槲皮素、异槲皮素在内的多种槲皮素品类。其中“酶解槐米制备异槲皮素”的专利技术已完成大规模生产转化，目前正在市场端全面推广应用，致力于将技术优势转化为实际商业价值。

公司综合系列。除枳实、槐米类提取物外，公司亦生产经营包括盐酸小

槲碱、柠檬黄酮在内的其他产品。其中盐酸小檗碱又称黄连素，对痢疾杆菌、大肠杆菌、肺炎双球菌、金葡菌、链球菌、伤寒杆菌及阿米巴原虫有抑制作用，亦有调节血脂、对抗心律失常的作用；临床主要用于肠道感染及菌痢等。

图 3、公司枳实系列产品



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

图 4、公司槐米系列产品



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

图 5、公司综合系列产品



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

2.2 公司建立了“三步两横一纵”的发展规划

公司产品广泛应用于保健品、食品、药品、化妆品等大健康及相关产业，致力于“建立全球领先的天然维生素 P 类化合物技术运用中心”。公司产品远销北美、欧洲、日本等地区，为多个知名保健品医药品终端客户提供原料。2024 年公司外销业务收入达到 7274.9 万元，业务占比 23.45%，近三年外销占比保持稳定增长趋势。

图 6、2024 年国内外收入占比（万元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 7、公司近三年外销收入占比逐年提升（万元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

公司凭借在行业的影响力及技术实力，公司陆续成为芦丁、槲皮素、橙皮苷、鼠李糖、香叶木素与染料木素等产品的团体标准起草单位，公司产品在境内外行业内享有较高知名度，是植物提取行业内的佼佼者，产品综合竞争力名列前茅，赢得了客户与市场的信任和信赖。

图 8、公司成立以来产品及技术的演变情况



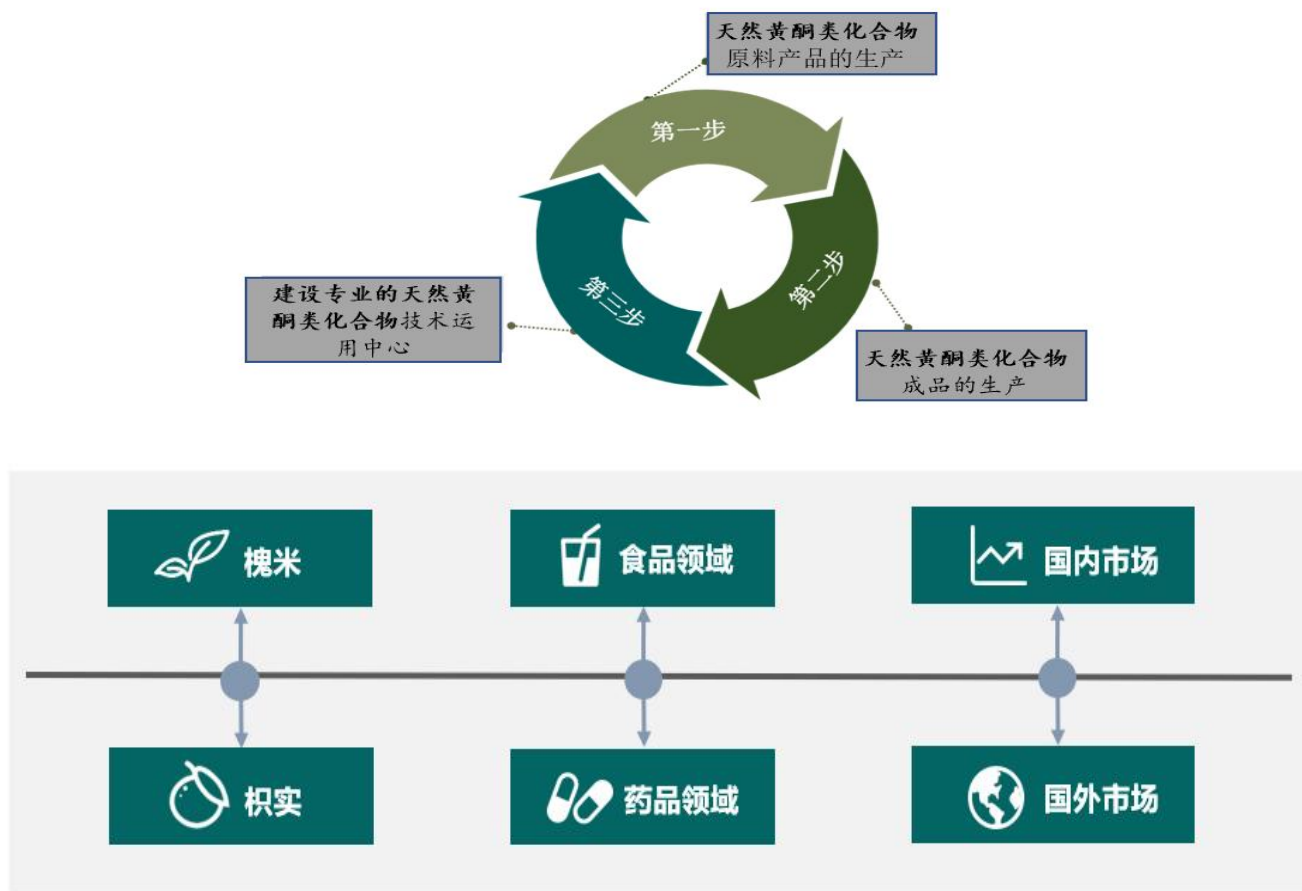
资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

公司以“建成全球最专业的天然黄酮类化合物技术中心”为愿景，设计了以三步、两横、一纵为主线的发展模式及战略规划。

“三步两横一纵”战略构建天然黄酮类化合物产业版图：三步中的第一步建立原料生产基地，推出多种产品并创新工艺降成本；第二步以原料为基础开展成品研发生产，打造自有品牌或合作拓展市场；第三步建成技术运用中心，建立数据库并开展前沿研究，为行业提供技术输出。两横分别是建设规范化产业链将产品应用于食品与药品领域、从境外市场拓展至国内市场实现协同发展；一纵是持续纵深开发枳实、槐米产品，挖掘功效与应用领域，巩固植物提取行业竞争地位，公司的“三步两横一纵”战略相互关联、协同

共进。

图 9、公司“三步两横一纵”的发展规划



资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

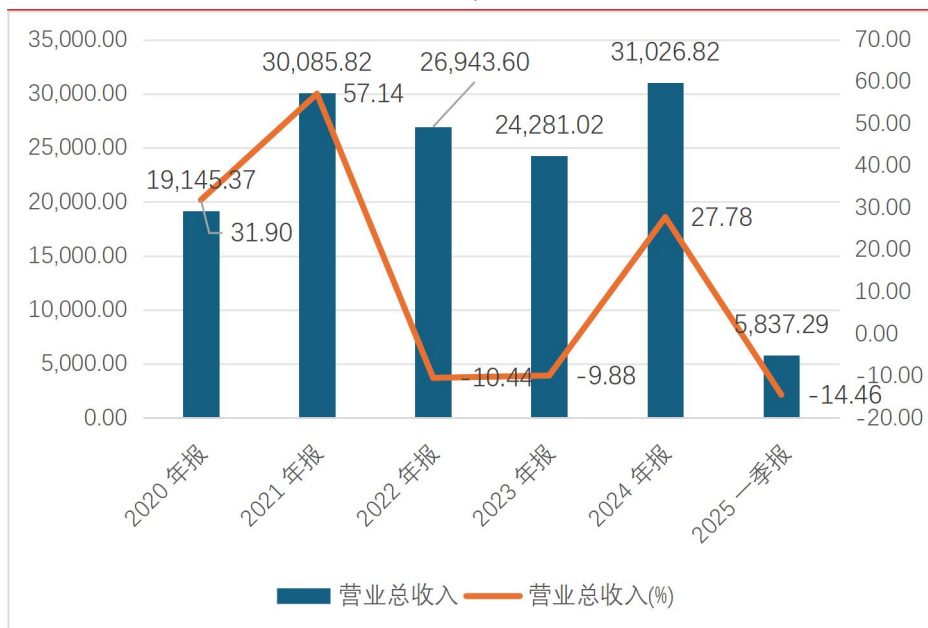
3 公司财务波动中谋变，困境中寻机

3.1 近年营收和净利润波动较大，静待产能爬坡

公司 2024 年报显示，实现营业收入 3.10 亿元，同比+27.78%；归母净利润 2244.23 万元，同比+34.62%；2024 年公司净利润增加主要系报告期内公司主要产品地奥司明、NHDC 等产品销售收入增加和产品综合毛利率增长导致净利润上升。2025Q1 公司实现营业收入 5837.29 万元，同比-14.46%；归母净利润 167.26 万元，同比-80.67%。2025 年一季度公司业绩下滑，主要受四方面因素制约：一是国际贸易环境波动致出口业务收缩；二是核心产品因募投新产线调试，产能受限、销量下滑，压缩利润空间；三是调试期收率低、产量少，而辅料能源等消耗攀升，推高产品成本、拉低毛利率；四是 NHDC 车间启用新工艺，原料、工艺与设备尚处磨合期，产量、质量、成本达标需逐步优化，产量不足拖累销量，成本高企蚕食利润。公司正经历新工艺、新

设备与生产模式从磨合到优化提效的关键阶段。

图 10、公司营业收入及增长情况（万元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 11、公司归母净利润及增长情况（万元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

通过杜邦分析，也能发现 2025 年 Q1 公司确实由于募投新产线调试，整体产能处于爬坡阶段，产能不足导致主营业务收入受到制约，同时调试期短期费用增加较多，营业成本也未能有效地降低，整体导致净利润出现大幅下滑。预计随着募投项目完成缺陷修复与验收，工艺及设备调试到位，产能与成本将达预期，公司产品毛利率有望逐步回升至正常水平。展望 2025 年二季度，伴随国际贸易环境回暖及新产线产能释放，公司经营情况将会改善，业绩有望稳健增长。

图 12、杜邦分析（公司 2025 年一季度同比分析）



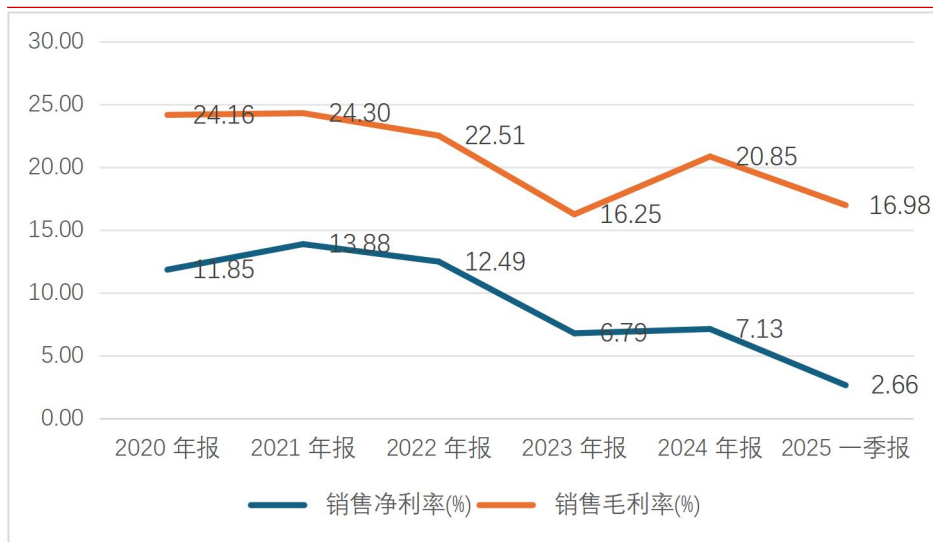
资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

3.2 公司近年毛利率和净利率承压，亟待收入提升和费用优化

2024 年，公司聚焦工艺优化与新品开发双线并进，丰富产品线布局。全年完成 11 项研发项目结题，研发策略以内部基础研究为核心，协同国内科研院所开展产学研合作。在新品开发上，重点突破柑橘黄酮、柚皮素等黄酮类物质制备工艺；工艺创新层面，攻克芦丁等黄酮原料糖基化生物合成技术，完成槲皮素等产品水溶性改造；同步推进槲皮素等在产产品的绿色工艺二次开发，强化环保属性与产品竞争力。2024 年公司产品综合毛利率同比上升，其中主要产品 NHDC、芦丁、黄连素的毛利率均有不同程度增长。在植物提取物行业，规范性强、供货稳定且产品品质优、成本控制好的企业，往往能获得较高毛利率。但随着市场竞争加剧，企业为稳固市场份额可能会适当降价，进而导致毛利率下滑。

2025 年，由于公司募投项目完工转固、产线试生产阶段成本高、折旧费用增加，毛利率会有所降低。公司将持续致力于研发更高质量的产品，深入开发新产品及拓展产品新的应用领域，以开辟新的市场空间，预计将会对提升产品毛利率起到积极作用。

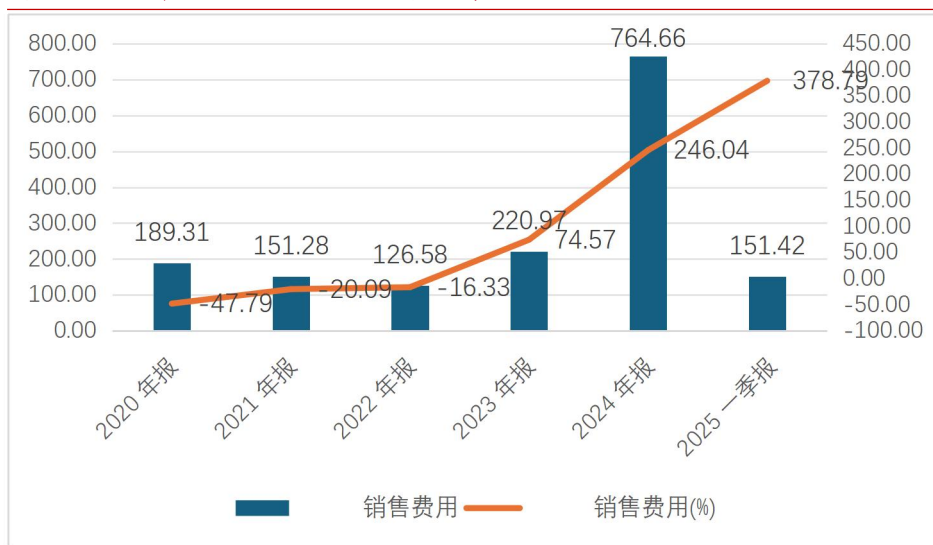
图 13、公司销售净利率和毛利率变化情况 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

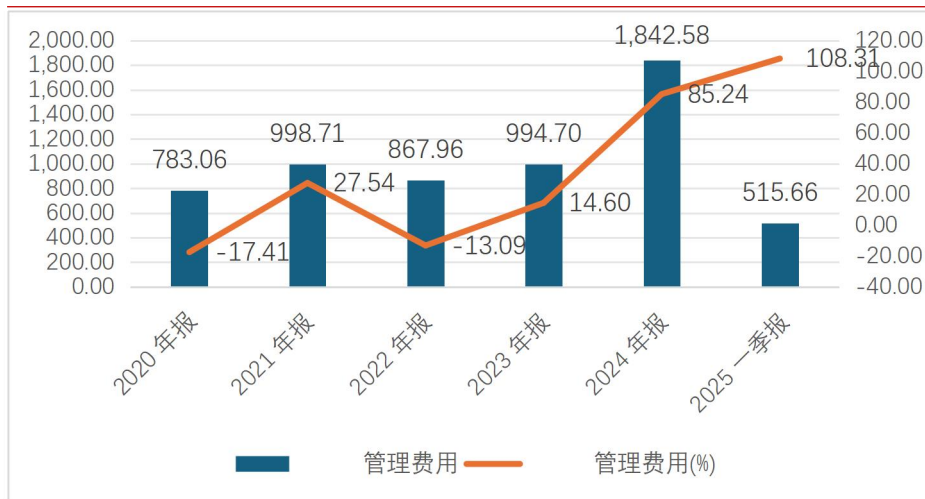
公司近五年三大费用中管理费用和销售费用总体保持增长态势。2024 年销售费用较 2023 年同期增加 543.68 万元，同比增长 246.04%，主要是公司同比增加了国内销售业务市场开拓费用和销售人员工资，同时参加海内外展会次数增加导致业务宣传费增加，销售费用增速远超营收增速（27.78%），显示公司正处于市场渗透关键期，需关注后续转化效率；2024 年管理售费用较 2023 年同期增加 847.88 万元，同比增长 85.24%，主要是报告期内公司同比增加了管理人员工资、股权激励摊销费、折旧摊销费和服务费，以及美国子公司人员工资同比增加所致，管理费用增速显著高于营收增速（27.78%），反映短期投入加大，但长期有望通过产能释放摊薄成本；2025 年一季度研发费用为 177.68 万元，同比下降 32.17%，主要是报告期内公司在研发立项阶段，研发中试投入减少所致。

图 14、近五年销售费用以及变化（万元，%）



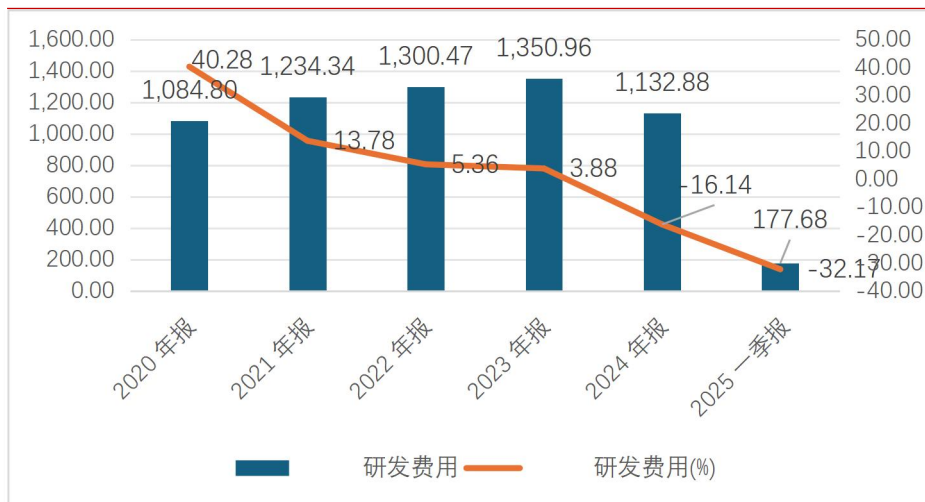
资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 15、近五年管理费用以及变化（万元，%）



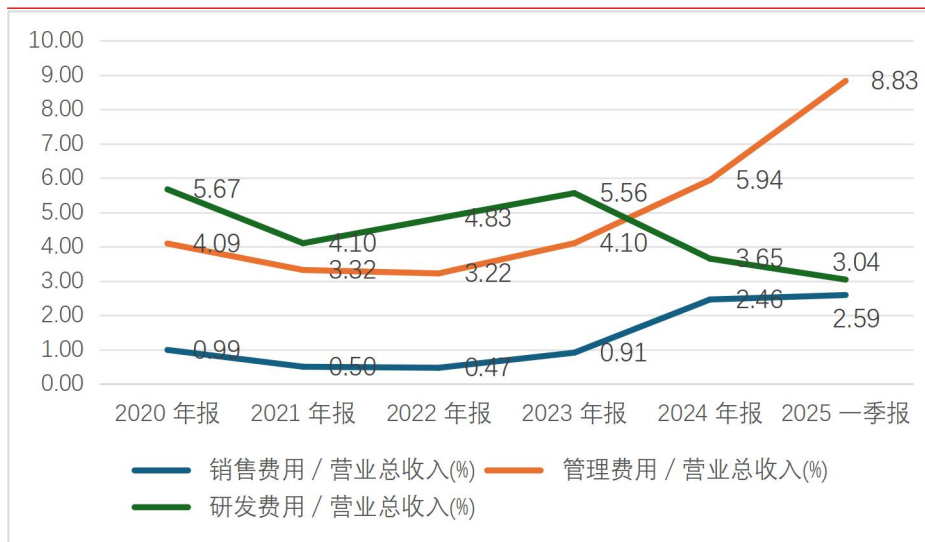
资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 16、近五年研发费用以及变化（万元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 17、公司费用率变化情况（%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

综述，公司近年业绩呈现“V型”波动，2023年受行业周期及内部调整冲击影响，2024年通过技术升级（合成生物合作和新年品的放量）、市场双轮驱动（境内外布局）实现复苏，但尚未完全恢复至2022年水平，2025年一季度随着新产线的调试，产能短期面临爬坡的压力，需要不断地优化内部管理和静待产能释放。随着产线调试完成，预计2025年下半年各产线产能将持续释放。

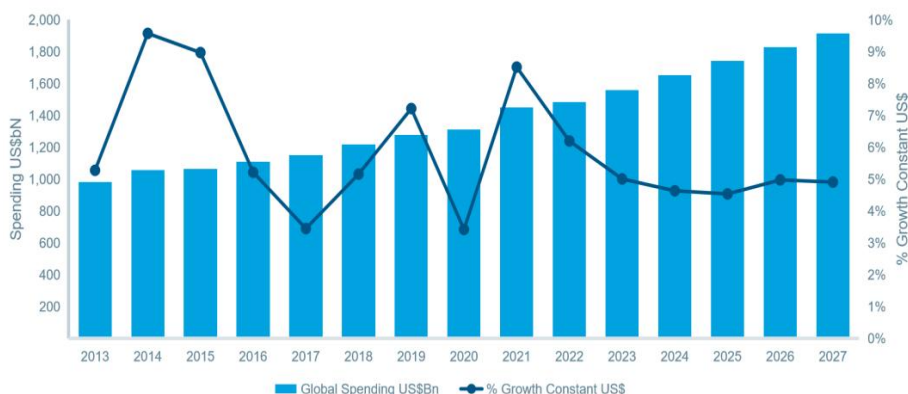
4 行业分析

4.1 全球医药行业市场规模持续增长

随着世界经济发展、人口总量的增长、社会老龄化程度的提高以及创新类药物的持续研发创新和推广，全球医药市场将保持良好的增长态势。全球医药市场，预计到2027年全球医药市场的累计净值将增加约5000亿美元。预计全球药品市场（按标价或出厂价格计算）的年复合增长率达3%-6%，到2027年市场规模将达到约1.9万亿美元。

图 18、全球医药市场趋势预测

Exhibit 3: Global medicine market size and growth 2013–2027



Source: IQVIA Market Prognosis, Sep 2022; IQVIA Institute, Nov 2022
The Global Use of Medicines 2023: Outlook to 2027. Report by the IQVIA Institute for Human Data Science.

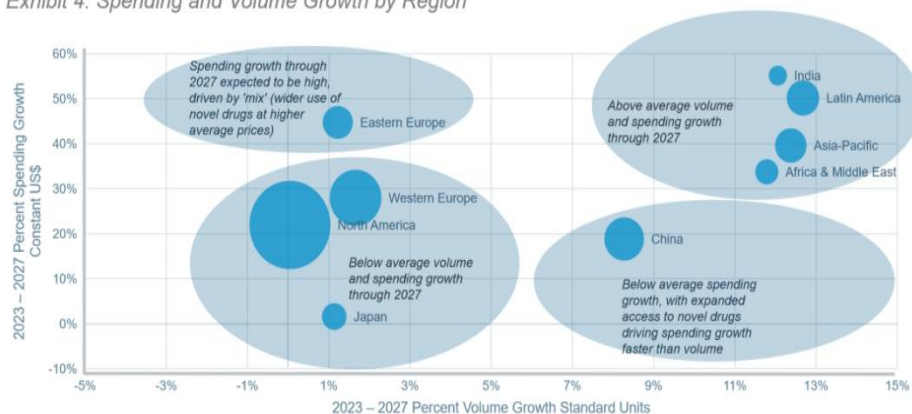
IQVIA
INSTITUTE

资料来源：IQVIA 艾昆纬、江海证券研究发展部

全球各地区医药市场的支出与销量增长呈现出不同的趋势，五年（2023年至2027年）总增长率在不同的地区从不足10%到超过50%不等。在销量相对较低的地区，如东欧地区，预计这五年药品市场将增长约为45%，这主要是由于均价更高的创新药被更广泛地使用所驱动。在北美、西欧以及日本等销量增长较慢的市场，这五年的药品销量增长和美元恒定支出增长预计都不高。在高销量市场如拉丁美洲、亚太地区、中东和非洲市场，预计这五年的支出增长将从35%到55%不等。中国药品市场支出预计这五年的增长约为20%。

图 19、全球各地区医药市场的支出与销量增长呈现出不同的趋势

Exhibit 4: Spending and Volume Growth by Region



Source: IQVIA Market Prognosis, Sep 2022; IQVIA Institute, Nov 2022
The Global Use of Medicines 2023: Outlook to 2027. Report by the IQVIA Institute for Human Data Science.

IQVIA
INSTITUTE

资料来源：IQVIA 艾昆纬、江海证券研究发展部

4.2 全球人口增长与老龄化趋势凸显

全球人口增长与老龄化趋势凸显。《2024 年世界人口展望》报告指出，到 2024 年中期，全球人口达到近 82 亿，预计在 60 年内还将增加 20 亿，到 2080 年代中期达到约 103 亿的峰值。2024 年 1 月，国务院发布首个支持银发经济发展的文件《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，提出 4 个方面 26 项具体措施，旨在推动银发经济规模化、标准化、集群化、品牌化发展，并培育高端产品与服务。随着老年群体扩大，保健品等医药需求持续增长，银发经济的兴起将为医药及相关产业链带来新的发展机遇。

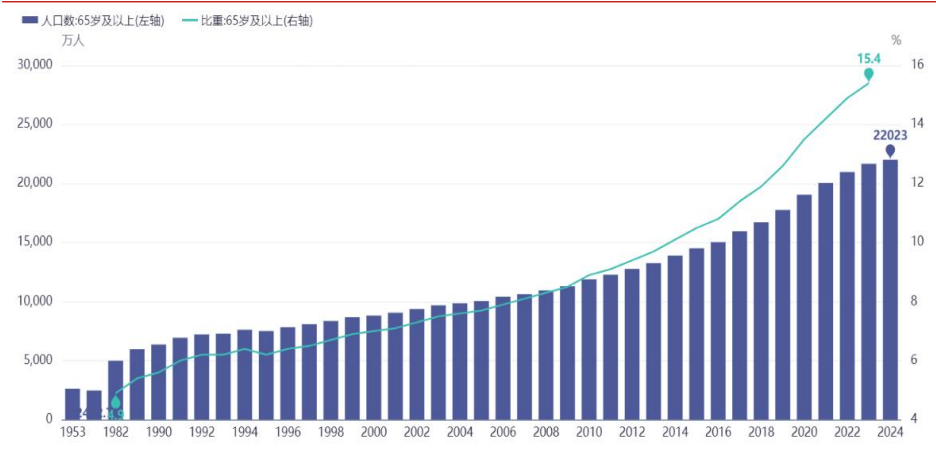
人口老龄化趋势也日益明显，美国国立卫生研究院和美国人口调查局预计到 2050 年，全球 65 岁以上人口占比将上升至近 16%，总人数达到近 16 亿人。根据国家统计局的相关数据，2023 年我国 65 岁及以上人口为 21,709 万人，占全国人口的 15.4%，2024 年我国 65 岁及以上人口为 22,203 万人。随着老龄化程度加深，药品需求量不断增加，从而带动医药行业市场持续增长。

图 20、全球人口增长情况



资料来源：《2024 年世界人口展望》，江海证券研究发展部

图 21、中国老龄化问题凸显（万人，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

4.3 植物提取行业发展空间较大

公司作为专注植物提取物研发、生产与销售的国家高新技术企业，产品广泛应用于保健品、食品添加剂、药品及化妆品等大健康产业。植物提取行业上游为种植业及植物原料加工业，下游为各类食药与消费品行业。植物、药材采收并经加工为初级原料后销往植物提取厂商，再经提取、纯化、灭菌等处理后形成食药产品原料，最终应用于保健品、药品、食品、化妆品等领域。植物提取行业产业链具有地区分布较广、涉及产品类别较多、涉及下游行业类型较多的特点。

图 22、植物提取产业链

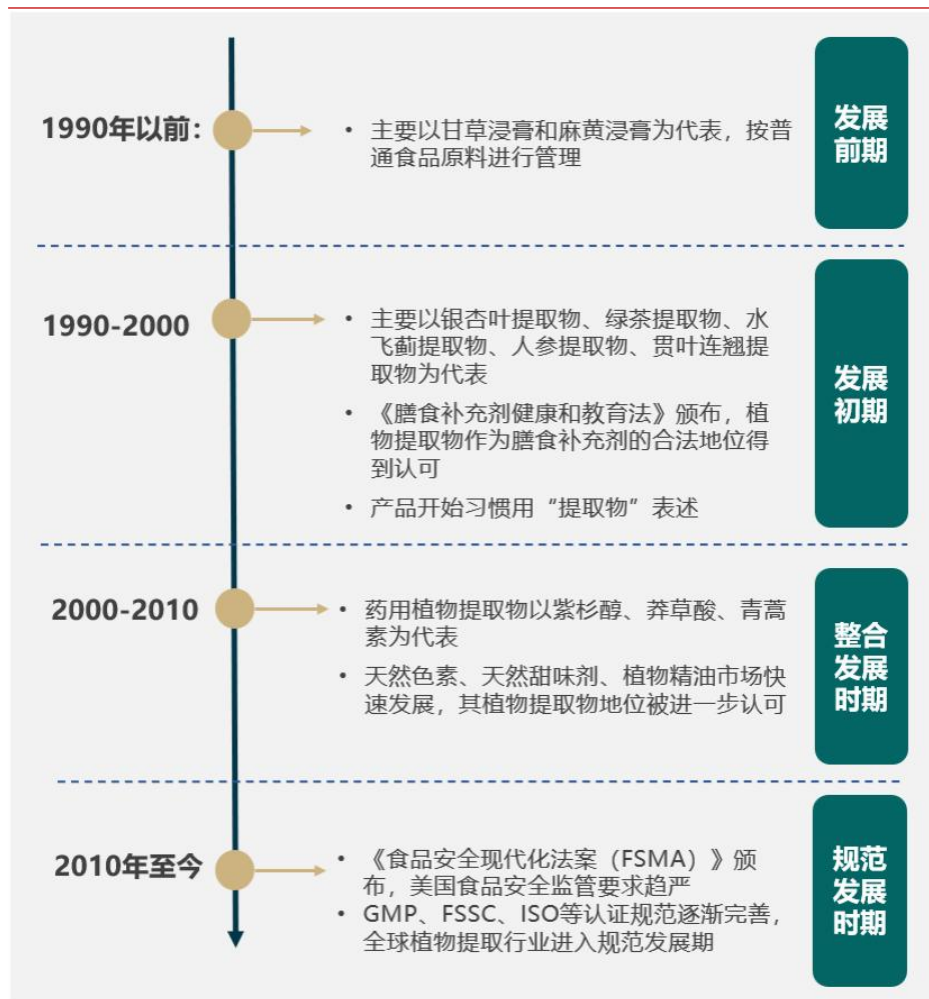


资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

植物提取物以中药材、植物为原料，经提取分离获取有效成分，兼具着色调味等基础功能与补充维生素、增强免疫、抗氧化等营养保健或药效优势，且耐药性、毒副作用小。近年来，回归自然理念盛行，市场对绿色天然食品

药品需求增长，同时相关机构对植物提取物功效的研究不断深入，推动其应用领域拓展、行业快速发展。植物提取物在境内外具有较大的发展空间和市场前景，根据 Markets and Markets 相关统计数据，全球植物提取行业 2022-2027 年复合年均增长率（CAGR）预计为 12.3%，2027 年市场规模将达 615 亿美元。1994 年美国颁布《膳食补充剂健康和教育法》，正式认可接受植物提取物作为膳食补充剂的合法地位，进一步促进全球植物提取物行业的发展。21 世纪以来，随着植物提取技术进入工业化成熟阶段，植物提取行业进入黄金时期。

图 23、全球植物提取物行业的发展趋势



资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

现阶段，我国植物提取行业市场化程度颇高，行业内企业虽数量众多，但规模参差不齐，产业集中度普遍较低。不过，随着行业监管机制日益健全、植物提取物标准逐步规范，以及健康需求向个性化和多元化方向转变，为契合不断变化的市场需求，行业龙头企业凭借创新驱动实现转型升级，优化了产品及业务结构，促使整个行业进入良性竞争阶段，龙头企业优势随之逐步扩大。我国作为全球植物提取行业的主要产能供给国，坐拥丰富的自然植物

资源，已构建起较为成熟的植物提取产业形态与出口贸易业态。据中国医药保健品进出口商会数据，植物提取物作为我国中药进出口产品类目的核心原料，占据中药外贸 50% 的份额。近年来，我国出口市场增长迅速，下游医药、保健、功能性食品行业对植物提取物的需求持续攀升，有力推动了我国植物提取产品出口规模的加速扩张。2023 年，我国植物提取物出口额达 39.2 亿美元，同比增长 8.7%，占全球市场份额超 20%，稳居世界第一。2024 年，我国全年医药产品进出口额为 1,993.8 亿美元，同比增长 2.1%，其中出口额 1,079.6 亿美元，同比增长 5.9%，在经历 2022 年、2023 年连续两年出口额下滑后，2024 年我国医药出口企稳回升，恢复正增长态势。当年中药类产品出口额 52.8 亿美元，其中植物提取物出口额占比 56.9%，达 30.1 亿美元，出口量增长 21.3%。

植物提取所属生物产业作为我国七大战略性新兴产业之一，受国家产业政策大力支持。2024 年 2 月 8 日，国家卫生健康委员会、国家市场监督管理总局发布《食品安全国家标准食品添加剂使用标准》（GB2760—2024），并在 2025 年 2 月 8 日正式实施。新版标准基于最新的安全性和工艺必要性评估结果，进行了全面梳理和修订，对食品安全提出更高要求。健康意识提升让消费者开始关注配料表，追求“配料表干净”成为健康消费新趋势，为植物提取行业发展带来了新空间和新动能。

5 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

假设 1 市场拓展与产品应用不断提升：公司积极开拓境内外市场，2024 年研发的枳实系列新产品 NHDC 在国内市场取得突破，产品应用领域延伸至食品添加剂，助力业绩增长。预计公司将继续加大市场拓展力度，NHDC 与地奥司明市场渗透率持续提升，国际认证推动出口增长，进而推动公司芦丁、槲皮素等各产品系列收入增长。

假设 2 研发与技术优势保持竞争力：公司是国家级专精特新“小巨人”企业、国家高新技术企业，2024 年完成 11 个研发项目结题，在新产品制备工艺及工艺创新等方面取得显著进展。公司将继续加大研发投入，开发高附加值产品，积极利用合成生物技术，提升产品竞争力和毛利率。

假设 3 产能释放与生产效率稳步提升：2024 年公司有多个在建工程和募投项目，如技改扩能项目新增橙皮苷初品产能等。2025 年随着这些项目的完善和产能释放，将有效提高公司的生产效率和供货能力，产能持续爬坡和管理效率提升，以及综合成本下降，使得管理费用与销售费用增速低于收入增

速，研发费用占比稳定，以推动收入增长。基于以上假设，我们预测如下：

槐米系列：2024 年营收 1.19 亿元（占比 38.44%），同比增长 11.99%。随着产能释放工艺优化与成本控制，预计公司收入将保持增长，毛利率也将企稳回升。

枳实系列：2024 年 1.51 亿元（占比 48.80%），同比增长 81.13%。NHDC（甜味剂）在境内食品添加剂市场的占有率逐步提高，占公司主营业务收入 27% 以上；地奥司明新客户开发成功，推动收入大幅增长。公司通过美国 FDA 现场检查，增强国际竞争力。新产品量产与市场拓展，推动公司收入占比持续提升。

综合系列：2024 年营收 0.39 亿元（占比 12.67%），同比增长-17.13%。低毛利属性可能限制其对利润贡献，2025 年若公司能持续挖掘综合系列其他产品潜力，拓展新的应用领域和市场，预计公司营收将保持增长。

其他业务：2024 年营收 26.82 万元（占比 0.09%），同比增长-94.91%。公司将逐步剥离或战略收缩此部分业务，减少对整体业绩的拖累。

综合毛利率：随着公司新产品的拓展和产能释放带动公司整体毛利率保持稳定提升。预计 2025-2027 年公司综合毛利率分别为 19.42%/22.49%/24.35%。

期间费用率：2024 年公司募投项目建设完工，2025 年随着新工艺和新设备设施以及新的生产方式的磨合、优化、提高的过程，2025 年不断地拓展市场，会使销售费用和管理费用增加。随着运营效率的提升，三大费用也将会不断优化。销售费用预计整体保持稳定增长，预计公司 2025-2027 年销售费用率分别为 2.90%/3.20%/3.30%；预计 2025-2027 年公司研发费用率分别为 3.00%/3.70%/3.80%。随着公司产能提升及管理优化，管理费用将会有所改善，预计 2025-2027 年公司管理费用率分别为 6.10%/6.30%/6.20%。

我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 345.42/402.14/451.32 百万元，同比增长 11.33%/16.42%/12.23%；2025-2027 年公司归母净利润分别为 22.84/34.01/46.08 百万元，同比增长 1.76%/48.91%/35.52%。当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 71.39/47.94/35.38 倍。

表 7、销售收入结构预测

收入(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计营收	242.81	310.27	345.42	402.14	451.32
YOY	-9.88%	27.78%	11.33%	16.42%	12.23%
槐米系列	106.50	119.28	125.24	135.26	148.78
YOY	-35.19%	11.99%	5.00%	8.00%	10.00%

枳实系列	83.59	151.40	178.65	223.32	256.81
YOY	-3.75%	81.13%	18.00%	25.00%	15.00%
综合系列	47.45	39.32	41.29	43.35	45.52
YOY	194.27%	-17.13%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务	0.00	0.27	0.24	0.22	0.20
YOY	0.00%	0.00%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
整体	16.25%	20.85%	19.42%	22.49%	24.35%

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

5.2 估值及建议

公司作为国家级专精特新“小巨人”及高新技术企业，依托十余年研发积淀与行业权威地位（主导编制芦丁、槲皮素等 6 项国际商务标准），构建了植物提取-合成-应用的全链条技术壁垒，并担任中国医药保健品进出口商会副理事长单位及成都市合成生物专委会主任单位。2025 年，公司以“全球天然维生素 P 化合物技术中心”为战略目标，聚焦“三步两横一纵”布局：纵向深耕枳实、槐米系列产品应用创新（如开发 NHDC 甜味剂新场景、拓展槲皮素药食领域），横向开拓欧洲、东南亚及“一带一路”国际市场（依托欧盟 WC 认证突破区域壁垒），数字化赋能精细化管理，同时建立原料价格联动机制，动态优化产品定价策略。通过“技术升级+市场扩容”双轮驱动，公司力争在复杂环境中实现境内外业务量价齐升，推动营收与利润双增，巩固细分领域龙头地位。我们选取莱茵生物、晨光生物公司作为可比公司。参考同花顺 iFinD 一致预期，可比公司 2025 年 PE 均值为 19.67 倍，参考可比公司平均估值情况，公司估值相对较高，但考虑到公司细分领域的龙头效应，以及产能释放和管理优化后的业绩提升带动的估值修复机会，首次覆盖给予“增持”评级。

表 8、可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002166.SZ	莱茵生物	0.22	0.32	0.42	0.46	33.71	23.14	17.50	16.26
300138.SZ	晨光生物	0.19	0.69	0.86	1.04	57.43	16.19	13.03	10.82
算术平均值		--				45.57	19.67	15.26	13.54
833230.BJ	欧康医药	0.29	0.30	0.44	0.60	72.65	71.39	47.94	35.38

资料来源：同花顺iFinD，数据截至2025年5月6日，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于同花顺iFinD一致预期）

6 风险提示

公司产品资质认证续期风险。公司产品广泛应用于保健品、食品添加剂、药品及化妆品等领域，鉴于这些产品与用户生命健康紧密相连，销售市场设定了严格的产品质量认证标准与准入体系，且会定期开展复审。公司已先后通过 FSSC22000、HACCP22000、ISO9001、HALAL、KOSHER、CEP 等多项产品质量认证。然而，若公司的产品质量认证证书或经营许可到期后无法顺利续期，将不可避免地对公司的生产经营产生不利影响。

国际贸易环境风险。当前，国内植物提取物的销售市场主要集中在欧美、日本等发达地区或国家，公司的产品也主要出口至这些市场。区域政治环境的稳定性、经济发展状况的好坏、关税政策与汇率政策的调整，以及海运物流市场需求的变化，都会对公司的出口业务产生直接或间接的影响，进而给公司带来一定的经营风险。

原材料供应及价格波动风险。公司生产成本中，直接材料占较高比例。公司生产所需的原材料，如芦丁初品、橙皮苷初品等，主要由槐米、枳实等农副产品加工提取而来，同时公司也直接收购农产品柚果。这些原材料容易受到农产品供应不足的影响，出现供应波动的情况。一旦原材料产地遭遇气候灾害、病虫害或其他重大影响因素，将导致公司主要原材料的供应价格大幅波动，甚至可能出现无法及时供货的情形，这将对公司的经营业绩产生较大影响。

公司主要产品生产工艺替代风险。目前，槲皮素的主要生产工艺除了中国企业采用槐米提取槲皮素外，还存在巴西厂商通过巴西芸香豆提取槲皮素的技术路线。通常情况下，槐米提取技术在成本方面具有竞争优势。但是，如果国内槐米产量不足，导致原材料价格持续增长，可能会促使公司海外终端厂商转向巴西生产厂商采购槲皮素。这种情况一旦发生，将对公司收入规模和净利润产生较大的不利影响。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	294	258	256	318	311
现金	52	23	25	30	33
应收票据及应收账款	64	78	80	104	102
其他应收款	3	3	4	5	5
预付账款	3	12	5	15	8
存货	74	96	97	119	117
其他流动资产	99	46	46	46	46
非流动资产	159	271	269	275	280
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	33	227	224	228	229
无形资产	12	11	13	14	16
其他非流动资产	114	33	32	33	35
资产总计	453	529	525	593	591
流动负债	56	109	82	124	86
短期借款	21	20	30	20	20
应付票据及应付账款	31	69	44	83	56
其他流动负债	4	20	8	22	10
非流动负债	4	15	15	15	15
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	15	15	15	15
负债合计	60	124	97	139	101
少数股东权益	0	1	0	0	-0
股本	76	77	77	77	77
资本公积	206	215	215	215	215
留存收益	111	118	133	153	179
归属母公司股东权益	393	405	428	454	490
负债和股东权益	453	529	525	593	591

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	36	14	9	48	39
净利润	16	22	23	34	46
折旧摊销	5	8	18	19	21
财务费用	-2	-0	2	1	1
投资损失	-1	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	11	-20	-33	-6	-28
其他经营现金流	6	5	0	0	0
投资活动现金流	-156	-36	-14	-25	-25
资本支出	107	90	15	26	26
长期投资	-49	52	0	0	0
其他投资现金流	-0	1	1	1	1
筹资活动现金流	-21	-7	-2	-9	-10
短期借款	-7	-1	10	-10	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	2	0	0	0
资本公积增加	1	9	0	0	0
其他筹资现金流	-15	-17	-12	1	-10
现金净增加额	-141	-29	-7	14	4

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	243	310	345	402	451
营业成本	203	246	278	312	341
营业税金及附加	1	2	2	2	2
销售费用	2	8	10	13	15
管理费用	10	18	21	25	28
研发费用	14	11	10	15	17
财务费用	-2	-0	2	1	1
资产和信用减值损失	-3	-2	-0	-0	-0
其他收益	3	2	2	2	2
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1	1
资产处置收益	-0	-1	-0	-0	-0
营业利润	17	26	25	37	50
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	17	26	25	37	50
所得税	0	4	2	3	5
净利润	16	22	23	34	46
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	17	22	23	34	46
EBITDA	21	35	44	58	72
EPS (元)	0.22	0.29	0.30	0.44	0.60

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-9.9	27.8	11.3	16.4	12.2
营业利润(%)	-54.9	57.6	-5.0	48.1	35.1
归属于母公司净利润(%)	-50.5	34.6	1.8	48.9	35.5
获利能力					
毛利率(%)	16.2	20.8	19.4	22.5	24.4
净利率(%)	6.8	7.1	6.6	8.4	10.1
ROE(%)	4.2	5.5	5.3	7.4	9.3
ROIC(%)	3.6	5.1	5.0	7.1	8.8
偿债能力					
资产负债率(%)	13.2	23.4	18.4	23.5	17.1
净负债比率(%)	-6.7	2.9	4.4	1.0	0.2
流动比率	5.3	2.4	3.1	2.6	3.6
速动比率	3.8	1.4	1.9	1.5	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	3.9	4.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	9.7	4.9	8.1	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.29	0.30	0.44	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.19	0.12	0.62	0.50
每股净资产(最新摊薄)	5.09	5.24	5.53	5.87	6.35
估值比率					
P/E	97.8	72.6	71.4	47.9	35.4
P/B	4.1	4.0	3.8	3.6	3.3
EV/EBITDA	73.1	45.9	36.4	27.7	22.1

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所北证 50 为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

分析师介绍

姓名：吴春红

从业经历：中南民族大学金融管理学硕士，17 年证券从业经验，2009 年入职江海证券。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。